



## נובמבר: תהפוכות, היפוכים ומחסור בביטחון

גיליון מס' 61 | דצמבר 2019



### שוקי הון

- ⊙ העולם: מחסור בביטחון
- ⊙ שחר המתים 2, גרסת תאגידים
- ⊙ סיפור על ני"ע שהתהפכו
- ⊙ קרנות סל: שנה של תהפוכות

## || שווקים פיננסיים

### העולם: מחסור בביטחון

אגרות החוב שהונפקו על ידי ממשלות של כלכלות מפותחות גדולות, זינקו השנה במחיר - ודחפו את התשואות לרמת השפל. הסיבה מרכזית לכך היא המחסור החמור בנכסים בטוחים.

משקיעים פרטיים ומוסדיים מייחסים לאג"ח ממשלתיות של מדינות מפותחות ערך גבוה בשל היותן נזילות ובטוחות מאוד, תכונות שהופכות אותן לכמעט-מזומן אך (לפחות תיאורטית) מניבות תשואה. בשנים האחרונות, ההיצע של הנכסים הללו עבור המשקיעים קטן באופן משמעותי, שכן הבנקים המרכזיים זללו נכסים אלו בהיקפי עתק במסגרת התוכניות להרחבה מוניטארית.

הביקוש לנכסים בטוחים תמיד היה קיים; לאחר המשבר באסיה ב-1997, המדינות המתפתחות החלו לרכוש יותר ויותר אג"ח אירופאיות ואמריקאיות. בשנות ה-2000, גם הגופים הפיננסיים השונים בארה"ב ובאירופה הגדילו את הביקושים לנכסים בטוחים - אם זאת בשל הרגולציות, הצורך בביטחונות, או הרצון לגדר סיכונים הנובעים משוקי המניות. הביקוש לאג"ח ממשלתיות היה קיים לצד הביקוש לניירות ערך של המגזר הפרטי, כולל ניירות מאוגחים כגון ני"ע מגובי משכנתאות, שעמדו במרכז הבמה במשבר הפיננסי. לאחר פרוץ המשבר, משקיעים רבים החלו לראות בנכסי הסקטור הפרטי רבים סיכון גבוה מדי; הביקוש לנכסים בטוחים זינק - ומאז, אף פעם לא ירד באופן משמעותי. ככל שהתשואות על אג"ח ממשלתיות אירופאיות ויפניות נותרות אפסיות או שליליות, הביקוש לאג"ח בטוחות שמניבות תשואה חיובית כלשהי, הולך ועולה.

על פי המחקר של Oxford Economics, ההיצע של אג"ח בטוחות אלו צפוי לגדול בכ-1.7 טריליון דולר בשנה למשך חמשת השנים הבאות (מתוכן 1.2 טריליון יונפקו על ידי ממשלת ארה"ב לצורך מימון הגירעון התקציבי). באותה העת, הביקושים לאג"ח אלו יגדלו מהר יותר, מה שיותיר מחסור באג"ח ממשלתיות בטוחות בהיקף של כ-400 מיליארד דולר בשנה; הפער הזה בין הביקוש לבין ההיצע מבטיח כי התשואות על אג"ח ממשלתיות ימשיכו להיות נמוכות. הממשלות אינן צפויות להגדיל את היקף ההנפקות מעבר לצפוי, אלא אם ימצאו את עצמן במיתון או משבר כלכלי; במקרה זה הבנקים המרכזיים שוב יגדילו את רכישות האג"ח, כך שהמחסור בנכסים הללו לא יצטמצם.



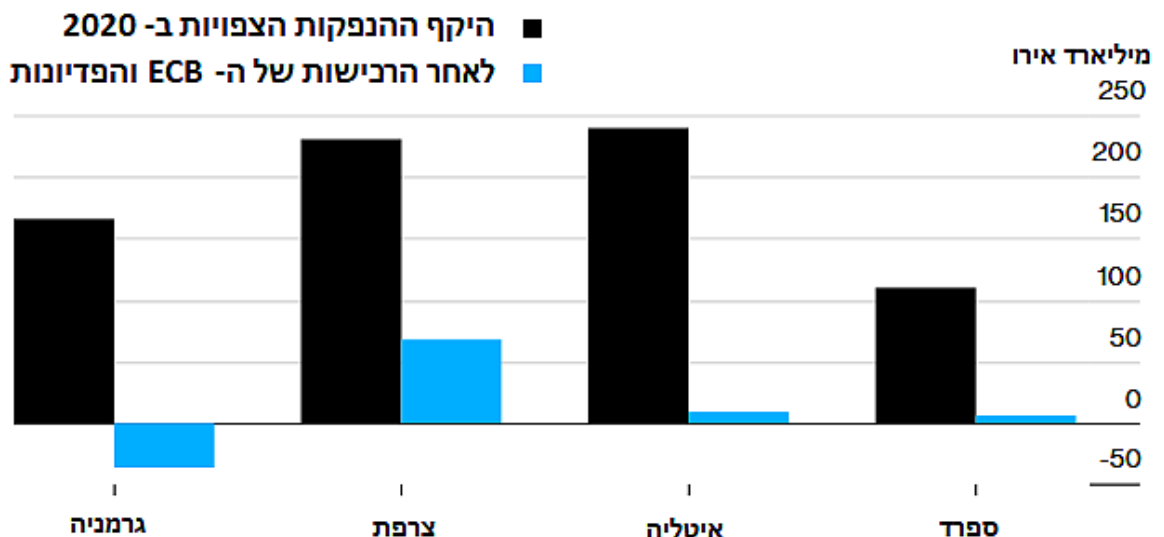
## שווקים פיננסיים | המשך

### העולם: מחסור בביטחון (המשך)

האסטרטגים של JP Morgan מציעים לחשוב מחדש על הגדרתנו של "נכס בטוח" ולהרכיבה לנכסים נוספים, כגון הדולר האמריקאי, זהב, נדל"ן פרטי, תשתיות, ואחרים, כאשר הבחירה תתבצע על ידי כל משקיע על בסיס העדפותיו בין שמירה על הון, נזילות, תזרים קבוע, ניצול הזדמנויות בשוק, וכד'. זה יכול להתאים למשקיעים פרטים וחלק מהמוסדיים. כמו כן, אג"ח תאגידי בדירוג גבוהה במקרים רבים בטוחות כמעט כמו אלו של המחשלות, אם כי חלק מהן נסחרות בתשואות שליליות, כמו אלו של מחשלותיהן, ורובן נושאות תשואה נמוכה מאוד יחסית לרמות ההיסטוריות. הבנק המרכזי של אירופה, לדוגמה, ביצע רכישות של אג"ח תאגידיות אירופאיות על סך כ- 200 מיליארד דולר, סכום מספיק משמעותי בכדי להשפיע על כלל השוק.

הפדרל ריזרב האמריקאי, לעומת זאת, הסתפק בזמנו ברכישות אג"ח מממשלת ארה"ב, כך ששוק האג"ח של חברות נותר לספק את הביקוש הגלובלי לחוב תאגידי בדירוג השקעות. לא פלא הוא המשקיעים מכל העולם ניתבו כ- 200 מיליארד דולר לקרנות אג"ח תאגידיות בארה"ב, שם עדיין ניתן לקבל תשואה על נכסים יחסית בטוחים. יחסית, בשל החששות הכבדים כי הנהירה אל החוב התאגידי בדירוג השקעות דרדרה את איכות האשראי בסקטור זה, לצד הגידול בנטל החוב. חברת הדירוג S&P הזהירה כי שיעור החוב של החברות בארה"ב לתמ"ג גבוה מזה חצי מאה; הפדרל ריזרב הביע חשש כי במקרה של הרעה במצב הכלכלי, איכות האשראי הירודה במגזר העסקי עלולה לפגוע בחברות ובכלכלה כולה. עם אזהרות כאלה, לא פלא הוא ש- JP Morgan אינו מציע להוסיף את החוב התאגידי לרשימת הנכסים הבטוחים.

### הבנק המרכזי של אירופה לא משאיר אג"ח ממשלתיות למשקיעים



## שווקים פיננסיים | המשך

### שחר המתים 2, גרסת תאגידים

הנוף התאגידי הגלובלי מוצף במתים מהלכים; מספר "חברות הזמבי" - חברות אשר לא יכולות לכסות את עלויות שירות החוב מהרווחים השוטפים שלהן לאורך תקופה ממושכת - הולך וגדל בכלל המדינות המתועשות.

על פי הערכת Bank of America Merrill Lynch, מספר "המתים המהלכים" של עולם התאגידים במדינות ה-OECD הגיע כעת ל-548, שיא מאז המשבר הפיננסי הגלובלי. הזמבים הללו ממשיכים להתקיים בזכות עלויות מימון זולות מאוד, פרי הרדיפה הנואשת אחר תשואות כלשהן של משקיעי האג"ח. הסמל העכשווי והמתקשר ביותר לחברת זמבי שכזו היא WeWork, חברת תיווך היפסטריט לנדל"ן משרדי, שביטלה הנפקת-ענק בוול סטריט לאחר שבתסקיף הנפקה התגלו הפסדי עתק. אך כפי שעולה ממחקר של Morgan Stanley, קיימות חברות גדולות עם תדמית איתנה, שנכללות ברשימת הזמבים. כך לדוגמה, Telecom Italia וחברת הלוטו היוונית Intralot, אינן מרוויחות מספיק בכדי לכסות את תשלומי הריביות.

על פי הדוח של הבנק להסדרים בינלאומיים (Bank for International Settlements, BIS) מסוף 2018, ב-14 הכלכלות המתועשות מהוות חברות הזמבי 12% מסך התאגידים הנסחרים בבורסות לניירות ערך. גם כלכלני Deutsche Bank התייחסו לחברות הזמבי במחקר משנה שחלפה, וציינו כי מספרם עולה לא רק במדינות המפותחות, אלא גם בחלק מן המתפתחות; על פיהם, שיעור ה"מתים המהלכים" במדד העולמי FTSE All World גדל פי שלושה ב-20 השנים האחרונות והגיע ל-2%. מתוך החברות המתפתחות, בעיית הזמבים החריפה במיוחד בסין, שם הרשויות מושכות לאט-לאט את חבלי ההצלה מחברות הללו ומאפשרות להן ליפול. פרט לגידול במספר חברות הזמבי, המחקרים של BIS ו-Deutsche מדסקסים את אריכות ימיהם המשמעותית לעומת העבר, ומייחסים את שני הגורמים למגמה ארוכת הטווח של ירידת שיעורי הריביות בעולם, ובייחוד במדינות המתועשות, שהגיעה לשיאה בשנים האחרונות עם ריביות סביב האפס או אף שליליות.

עליית עומסי החוב התאגידי הינה תוצאה טבעית של מדיניות הכסף הזול של הבנקים המרכזיים, אשר הותירה את שיעורי הריבית ברמות נמוכות מאוד למשך זמן רב מאוד. קל לראות את הגורם לגידול במינוף בעלות הריאלית של המימון: עלויות המימון של החברות, כפי שמשתקפות בתשואה ריאלית (בניכוי אינפלציה) של אג"ח תאגידיות בדירוג השקעות בגוש האירו, עומדות על כ-1% מינוס. בחלקים אחרים של העולם המתועש, הן נעות סביב האפס.

נראה כי השפע של אשראי ונזילות זולים בעקבות המדיניות המוניטרית המרחיבה של הבנקים המרכזיים, פוגעת באחד היסודות של הקפיטליזם, והוא "הרס יצירתי": דינמיקה תחרותית בה חברות לא יעילות ולא פרודוקטיביות באופן מספיק, נזרקות מהשוק או לפחות מאבדות חלק משמעותי מנתח השוק שלהן לטובת חברות בריאות קיימות או שחקנים חדשים ויעילים יותר. בעצם, מה שקורה כיום הוא תהליך הפוך: בעולם של עלויות מימון סופר-נמוכות, חברות שבתנאים פיננסיים רגילים היו פושטות רגל, ממשיכות להתקיים ולתפוס מקום בשוק שהיה צריך לעבור לידי חברות "חיות". עצם קיומן של מספר רב של זמבים מהווה נטל כבד על הכלכלה. קודם כל, החברות הללו נוטות להיות בעלות פרויקט עבודה והון נמוכים, כך שהמשאבים שהן תופסות (על חשבון חברות יעילות יותר) הופכים להרבה פחות "משתלמים". כמו כן, חברות הזמבי אינן משקיעות בכדי להתייעל ולהתרחב; הן לא מגדילות את התעסוקה והשכר ובכך מונעות אינפלציה בריאה. הזמביפיקציה של התאגידים ותוצאותיה עבור הכלכלה נלמדו רבות בעזרת הדוגמה של יפן והעשורים האבודים שלה.



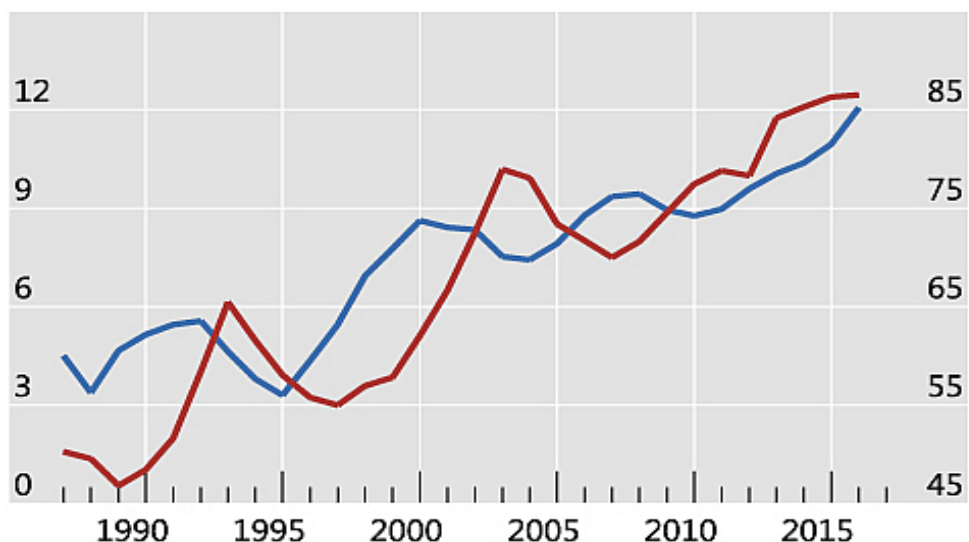
## שווקים פיננסיים | המשך

### שחר המתים 2, גרסת תאגידים (המשך)

משקיעים גלובליים כבר השהו את הציפיות שלהם לגבי מועד תחילת הנורמליזציה בשיעורי הריבית, כך שבתיאוריה חברות הזומבי עשויות להיות איתנו עוד זמן רב, תוך פשיטות רגל ספורדיות של הגרועות שבהן. גם עליות הריבית, אם וכאשר יגיעו, לא צפויות לנקות את השטח לגמרי, שכן הן יהיו זהירות מאוד ויגיעו, ככל הנראה, רק על רקע כלכלה חזקה. מה שסיים את בעיית הזומבים באופן ודאי ובמהירות, הוא מיתון עולמי, אך לא נראה שנשמח לשלם מחיר כה כבד. בינתיים, הבנקים המרכזיים יכולים להמשיך ולספק כסף זול, לפחות עד שהאינפלציה תתחיל לעלות; באותה העת, הזרקות סיוע פיסקלי והסדרת סכסוכי הסחר עשויים לתמוך ברווחים באופן רוחבי. אך כשהמחזור הכלכלי מתקרב לקיצו, אין מנוס אלא להתכונן לימים קשים יותר.

בכל אופן, שוק ני"ע שבו חברות הזומבי מהוות שיעור גבוה יחסית, צפוי להיפגע יותר במקרה של הרעה במצב הכלכלי או עלייה בשיעורי הריבית, שכן גל של מקרי חדלות פירעון עלול לגרום לפניקה ומכירת-חיסול ובכך להחריף את הירידות האופייניות לתקופה זו, באופן ניכר. תהליך הניקוי העצמי של השוק מחברות הזומבי עלול ליצור בעיות קשות עבור נאמני ההשקעה הפסיבית, אשר גדלה בפופולריות באופן עצום בשנים האחרונות. כלומר, משקיע שעוקב באופן עיוור אחר המדד שבו 14% הן חברות הזומבי, עלול למצוא את עצמו בהפסדים כבדים כאשר הזומבים הללו יתרסקו (ויובילו את שאר המדד מטה) בעקבות מיתון ולו קטן ביותר. לא ברור האם כל המנהלים האקטיביים יודעים להבדיל את המתים המהלכים, אך כיום, בתקופת הכסף הזול, בררנות חייבת להיות דרך פעולה עבור המשקיעים, בכדי לא ליפול יחד עם הזומבים המתפרקים.

### המתים מתרבים וחיים יותר



\*BIS

שיעור חברות הזומבי מכלל החברות הרשומות ב-14 הכלכלות המפותחות (שמאל) —  
ההסתברות כי החברה תשאר במצב הזה בעוד שנה (ימין) —



## שווקים פיננסיים | המשך

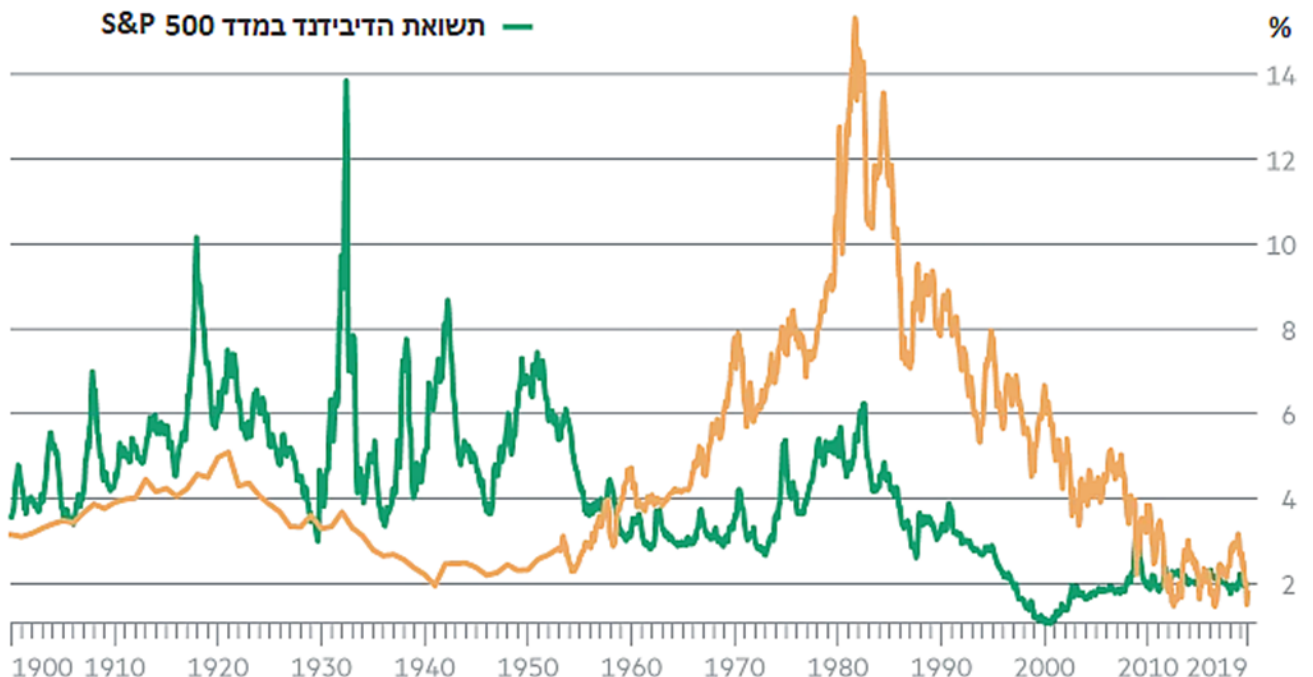
### סיפור על ני"ע שהתהפכו

היו היה עולם בו המשקיעים רכשו אג"ח ממשלתיות בשל הבטיחות שלהן ותשלומי הקופונים שסיפקו; והם קנו מניות בתקווה ליהנות מעליית המחירים. היו כמובן יוצאים מן הכלל, אך בדרך כלל מערכת יחסים זו נותרה קבועה לאורך התקופה המודרנית.

אולם כעת, אנו נאלצים לחיות עם ההפך: המשקיעים יכולים להסתמך על זרמי הדיבידנדים ממניות, אם לא על העלויות במחיריהן, בעוד שהאג"ח אינן מניבות דבר אך עולות במחיר בשיעורים המזכירים את הראלי בשוקי המניות. משקיעי האג"ח הפכו לסוחרים טווח קצר; דור שלם של משקיעי מניות לא ראה בחייו שוק דובי ואינו מבין את פוטנציאל התנודתיות בשוק זה.

כמו חלק גדול מאי-הסדרים בעולם הפיננסי כיום, גם היפוך הלא טבעי הזה נובע מבעיית הריביות השליליות. מחירי האג"ח הינם כה גבוהים, שאם המשקיעים יתנהגו על פי אופנת העבר - יחזיקו את האג"ח עד למועד הפדיון - הם באופן ודאי יפסידו כסף. אך הביקוש של המשקיעים (יחד עם הביקושים מצד הבנקים המרכזיים) לאג"ח ממשיך להיות גבוה מאוד, והיקף הנכסים המניבים תשואה שלילית ממשיך לנוע סביב 13 טריליון דולר. אומנם קיימות מספר סיבות רגולטוריות וטכניות לכך שמשקיעים קונים אג"ח עם תשואות שליליות, נראה כי הגורם העומד מאחורי חלק הארי של הביקושים הפרטיים לאג"ח אלו היא הציפייה כי הן יימכרו בעתיד הקרוב במחיר גבוה עוד יותר (כלומר, הצפי כי הראלי באג"ח ימשך). אכן, כשהבנק המרכזי האירופי חוזר אל תוכנית ההרחבה הכמותית, הפדרל ריזרב מוריד את הריבית והבנק המרכזי של יפן ממשיך להזרים כסף למערכת המוניטרית העולמית, קשה לראות סוף לראלי.

— תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים  
— תשואת הדיבידנד במדד S&P 500



## שווקים פיננסיים | המשך

### סיפור על ני"ע שהתהפכו (המשך)

אג"ח בעלות תשואות נמוכות מייצרות גם עליות מחירים גדולות שמגמדות את תשואת הקופון הצנועים שלהם. מדד האג"ח הגלובלי Bloomberg Barclays Global Aggregate עלה מתחילת השנה ב- 6.2%, וב- 8.7% ב- 12 החודשים האחרונים; זאת לצד התשואה הממוצעת של סביב 1.3% בלבד. משקיעים מוסדיים ופרטיים רואים את השחיקה בהכנסה קבועה מאג"ח; חלקם פונים להשקעה מסוכנת יותר כגון אג"ח זבל בחיפושם אחר התשואה, אך חלקם הגדול פונה למניות המשלמות דיבידנדים נאים. תשואת הדיבידנדים הממוצעת במדד 500 S&P עומדת כעת על 1.9%; קיימים תת-מדדים, וקרנות העוקבות אחריהם, הכוללים חברות המשלמות דיבידנדים גבוהים יותר, כגון SPDR S&P Dividend ETF המשלמת 2.6%.

האמת היא, שזו לא הפעם הראשונה בה מניות משלמות יותר מאג"ח. לאורך המאה ה-19 והמחצית הראשונה של המאה ה-20, תשואת הדיבידנד של שוק המניות בארה"ב הייתה גבוהה מתשואת האג"ח הממוצעת, שכן המשקיעים הניחו שנכסים מסוכנים כמו מניות צריכים לשלם להם יותר מאשר הכנסה קבועה בטוחה ויציבה הנובעת מאג"ח ממשלתיות. המצב הזה השתנה בשנות ה-50 של המאה הקודמת, כאשר תשואות על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים קפצו מעל תשואת הדיבידנד של S&P 500 ונשארה למעלה... עד לאחרונה. השאלה כעת היא, האם המצב החדש-ישן הזה יימשך, וגם - האם מנהלי הכספים יצטערו על השימוש במניות במקומן של אג"ח ממשלתיות, אם וכאשר תגיעה המפולת.

### מניות הדיבידנדים לעומת המדד מתחילת השנה



## שווקים פיננסיים | המשך

### קרנות סל: שנה של תהפוכות

אומנם ההיסטוריה של קרנות הסל אינה ארוכה יחסית לזו של שוקי הון, אך הן קיימות כבר זמן רב מספיק בכדי שייוצרו כללים בלתי-כתובים, וכן בכדי שהם יישברו. כך, בשנת 2019 נשברה עוד "מסורת" - זו שעל פיה חלק הארי של הכספים החדשים הנכנסים אל תעשיית קרנות הסל, מנותבת לאלו העוקבות אחר מדדי המניות, בעוד שהקרנות האג"חיות מושכות שבריר קטן מהזרמים הללו.

השנה, זה השתנה: קרנות סל אג"חיות בעולם משכו בעשרת החודשים הראשונים של 2019, סך של 191 מיליארד דולר, לעומת 158 מיליארד שזרמו לקרנות סל מנייתיות. בין קרנות הסל הפופולריות ביותר ניתן למצוא את הקרנות הגדולות ביותר המתמקדות באג"ח תשואה גבוהה, חוב שווקים מתפתחים, ואג"ח להמרה. מאידך, קרנות סל החשופות לפגיעה מצד הריביות הנמוכות, כגון אג"ח תאגידיות בדירוג השקעות באירופה, ניצבות בפני בעיות בלתי נמנעות מעצם הגדרתן של הקרנות הללו. בתחומים הללו, ההעדפה הברורה היא למנהלים אקטיביים, שמתאפיינים בגמישות רבה יותר ומגוון טקטיקות כגון יכולת לנוע לאורך העקום של המנפיק.

אגב, גם הקרנות האג"חיות עם ניהול אקטיבי זכו לזרמי כסף חיוביים בכל חודש מתוך עשרה החודשים הראשונים של 2019 - זאת, בשונה מקרנות הנאמנות המנייתיות, בהן נרשמו משיכות נטו בכל חודש מאז ינואר. אך מרבית המשקיעים הצביעו השנה בכספיהם בעד הניהול הפסיבי. כניסות הכספים החדשות ב-10 החודשים הראשונים של 2019, הכפילו את עצמן לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ואף עברו את השיא הקודם של 2017, כאשר ב-12 חודשיה נכנסו לקרנות הסל האג"חיות 142 מיליארד דולר.

הפופולריות של תעשיית הניהול הפסיבי בתחום האג"ח מתבטאת, בין היתר, בכך ששתי קרנות סל חדשות, שנוסדו רק בתחילת השנה, תפחו למחזים גדולים מאוד במהירה: כך לדוגמא, קרן הסל Invesco US Treasury Bond 7-10 Year UCITS ETF צברה 2 מיליארד דולר מיום היוסדה בינואר 2019, ו-iShares USD Treasury Bond 0-1yr UCITS ETF של BlackRock משכה אליה 2.2 מיליארד מכספי משקיעים מאז שהחלה להיסחר בפברואר השנה. בתחילת השנה הנוכחית, עברו הנכסים המנוהלים על ידי תעשיית קרנות הסל האג"חיות את הרף של 1 טריליון דולר; מנהלת הכספים הגדולה בעולם BlackRock צופה, כי הם יגיעו ל-4 טריליון בחמש השנים הקרובות ויהוו יותר משליש מהכספים בעולם קרנות הסל בעולם.

משקיעים המבקשים להוסיף מנה של עמידות לתיקים, מזרימים את כספיהם לקרנות אג"ח ממשלתיות ולקרנות עם בסיס רחב של נכסים, בעוד שמשקיעים המחפשים אחר תזרים חזק, נוטים לרכוש קרנות סל על אג"ח תשואה גבוהה ושווקים מתפתחים. ההאצה בגידול נכסי הקרנות האג"חיות מתרחשת על אף החששות הגוברים והולכים כי לנגד עיננו, מתפתחת בועה מסוכנת בשוקי האג"ח, בהם כרבע מהחוב המונפק על ידי ממשלות וחברות בעולם נסחר בתשואה שלילית.



## שווקים פיננסיים המשך

### קרנות סל: שנה של תהפוכות (המשך)

יותר ויותר משקיעים, אנליסטים, יועצים ומנהלי כספים מזהירים כי אג"ח ממשלטיות הנושאות תשואה שלילית אינן יכולות להוות הגנה בתיק מגוון במקרה של הרעה בתנאי השוק. כך, BlackRock ממליצה לנתב את הכסף מאג"ח גרמני ויפני לאג"ח ממשלתי בעלות תשואה גבוהה יותר. אומנם, כפי שאמר ג'ון מיינרד קיינס עוד בשנות ה-30, "השווקים יכולים להישאר לא הגיוניים יותר זמן מאשר אנו יכולים להישאר בעלי כושר פירעון", אך ברור לכולם שהמצב הנוכחי עם התשואות השליליות אינו טבעי ובכך אינו בר קיימא לטווח ארוך. בעת שהתשואות בעולם נמצאות בשפל כל הזמנים, משקיעים רבים תוהים האם הראלי בשוקי האג"ח יכול להימשך; אם הוא לא יימשך עוד זמן רב - מובטח שהמשקיעים הרוכשים היום יפסידו.

אך בינתיים נראה שהנהירה לקרנות האג"חיות רק צוברת תאוצה. אגב, הפעם האחרונה בה קרנות סל אג"חיות משכו יותר כסף מאלו המנייתיות, הייתה בשנת 2009, בשלהי המשבר הפיננסי הגלובלי, כששוק המניות היה על הקרשים. לאחר עשור של ראלי בלתי פוסק ושורה ארוכה של שיאים חדשים בשוק המניות, כנראה שהמשקיעים אינם סומכים עוד על השוק השורי במניות, ומחפשים הגנה - ותשואה - במקומות אחרים. העובדה שקרנות הסל האג"חיות, שמהוות כ- 20% מסך עולם קרנות הסל, משכו השנה יותר ממחצית מכלל הכספים שזרמו לקרנות הסל בעולם, מדברת בעד עצמה.





## הבהרה משפטית

טנדם קפיטל אסט מנג'מנט והחברות הבנות (להלן: "טנדס") הן חברות העוסקות בשיווק השקעות ולא בייעוץ השקעות כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ובעלות זיקה לנכסים פיננסיים המנוהלים בידי החברות המפורטות באתר האינטרנט של החברה ומתעדכנות מעת לעת.

לטנדס או לעובדיה יתכנו החזקות בניירות הערך או בנכסים הפיננסיים המוזכרים במסמך זה והם עשויים לפעול בהם. מסמך זה נועד לצורך מסירת מידע בלבד, אין בו משום הבטחת תשואה כלשהי או מניעת רווח, ואין הוא מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כמו כן, אין המידע מהווה הצעה לרכישת ניירות ערך כהגדרתם בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ורכישה כזו תבוצע אך ורק על בסיס תשקיף תקף.

אין להעתיק או לעשות שימוש בכל חלק ממסמך זה בכל צורה שהיא ללא אישור בכתב מראש מטנדס.